



12 月海外宏觀月報

近期經濟走勢追蹤及 2019 年預測

- ❖ **概要：**2018 年全球經濟增勢趨緩且分化加劇，貿易摩擦疊加週期因素拖累全球貿易放緩，多重風險大幅增加市場波動。明年主要經濟體將大概率進入“同步放緩”階段，全球流動性將繼續收緊。美國經濟和美元有望先強後弱，有助減輕新興市場壓力（更多展望內容請參見[招銀國際 2019 年策略報告](#)）。
- ❖ **美國：G20 停火背後的經濟邏輯。**促成中美在 G20 峰會上“休戰”的重要因素，在於持久貿易戰對金融市場和實體經濟日益顯著的損害。隨著美國經濟見頂，特朗普對中國的關稅政策將在美國國內遭遇更強烈的反對聲音，這一點恰是中美雙方談判的關鍵背景。美國經濟仍在穩步增長，但就業增長出現放緩跡象，房地產市場見頂回落，掣息曲線趨平並首現倒掛。預計 2019 年上半年，經濟增長和美元都將繼續保持相對強勢，主要支柱在消費，但下半年開始下行因素將集中顯現，漸失增長動力。
- ❖ **歐元區：經濟已明顯轉差。**歐盟拒絕意大利提出的占 GDP 2.4% 的預算計劃後，意大利政府目前正在考慮 2.2% 或 2.1% 的可能，仍高於歐盟能夠接受的 1.9% 或 1.95%。我們認為預算案對意大利經濟和歐元區金融穩定仍舊構成威脅。法國動盪是歐盟經濟的又一個拖累，“黃背心”運動很可能嚴重拖累法國在第四季度的經濟增長。歐元區經濟的疲態盡顯，特別是連區內最大經濟體也是增長引擎的德國也逐漸失去動力。我們預計 2019 年歐元區將出現出口拖累的全面增長放緩，預計明年 GDP 增長約 1.6-1.8%。
- ❖ **英國：脫歐的國內博弈加劇。**議會投票推遲後，脫歐前景更加不明朗，而我們列出了可能的主要情景。對無協議脫歐的憂慮正在對英國經濟產生負面影響，消費者信心大幅下降。2019 年英國經濟的走勢取決於脫歐談判的結果。如果按計劃脫歐，預計經濟將溫和增長 1.2%-1.4%；如果無協議脫歐，我們將不得不面對英國經濟的衰退和英鎊的急劇下跌。
- ❖ **日本：經濟在第三季度萎縮。**主要原因在於頻繁的自然災害影響了資本支出和旅遊收入。我們預計日本經濟增長將在第四季度反彈，增速由負轉正。而日本的出口和整體經濟的放緩料將持續。我們對 2019 年 GDP 增長的預測為 0.8%-1.0%。展望未來，貿易摩擦仍然是最大的下行風險。由於日本的核心通脹目標仍未實現，預計日本央行將在 2019 年維持其超寬鬆的貨幣政策。
- ❖ **香港：料將在 2019 年面臨更多下行風險。**零售業銷售額和出口貿易在 10 月均出現反彈，但外圍環境對香港的影響將在 2019 年更顯著地表現。全球經濟前景轉淡且中美貿易關係不明朗，將進一步影響香港離岸貿易活動和投資氣氛，拖累 2019 年香港的經濟增長，預計全年經濟增長較 2018 年回落近一個百分點至 2.6% 左右。失業率仍將維持低位。隨著全球金融環境收緊，香港將繼續其貨幣政策正常化過程，主要銀行也將較為保守地上調最優惠利率。由於香港金融體系穩健成熟，銀行體系應對風險的能力依然較強。

全球經濟預測

	實際 GDP (同比%)			通脹 (同比%)		
	2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
全球	3.8	3.4	3.2	3.1	3.7	3.0
美國	2.3	3.0	2.5	2.1	2.3	2.1
歐元區	2.5	2.0	1.6	1.8	1.6	1.5
英國	1.8	1.5	1.4	2.7	2.6	2.1
日本	1.8	1.1	1.0	0.5	0.9	0.7
中國	6.9	6.6	6.3	1.6	2.1	2.2
香港	3.8	3.6	2.6	1.7	2.4	1.4

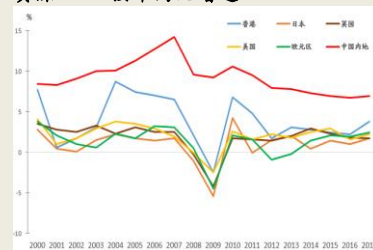
資料來源：彭博、招銀國際研究（預測截至 12 月 11 日）

成亞曼, 博士

電話：(852) 3900 0868

郵件：angelacheng@cmbi.com.hk

實際 GDP 按年同比增速



十年期國債收益率



近期全球宏觀報告

[18 年 12 月 6 日](#)[美國掣息曲線首現倒掛——衰退還有多遠](#)[18 年 12 月 3 日](#)[招銀國際年度策略報告](#)[18 年 11 月 9 日](#)[全球經濟前景轉淡，分裂國會難止貿戰](#)[18 年 10 月 30 日](#)[三季度美國 GDP 數據點評](#)[18 年 9 月 28 日](#)[9 月美聯儲會議解析](#)

美國：G20 休戰背後的經濟邏輯

貿易戰代價高昂，對美國亦然。我們認為，促成中美在 G20 峰會上“休戰”的重要因素，在於持久貿易戰對金融市場和實體經濟日益顯著的損害：

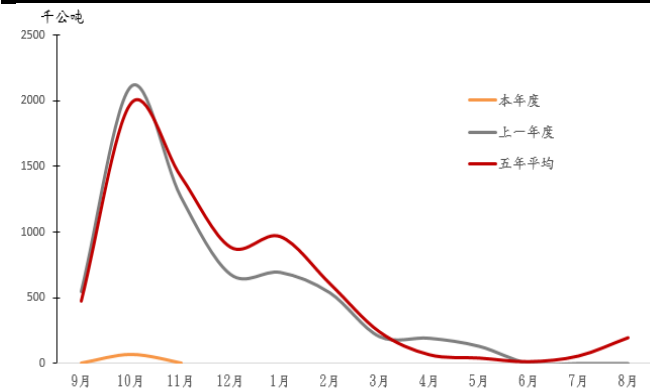
（一）美國國內反對聲音不斷：對美國而言，向中國這樣貿易體量的經濟體徵收巨額關稅卻想不傷及自身，幾乎是不可能的。今年 8 月特朗普提出向價值 2,000 億美元的中國進口貨品徵收關稅時，已有超過 80 家美國行業協會組成聯盟，支持自由貿易，反對加征關稅。與前幾輪主要針對原材料和半成品的關稅不同，如果特朗普政府繼續對 2000 億甚至 2760 億美元的中國進口商品加征關稅，將會直接針對消費品，必會引發更多美國國內的反對聲音。

（二）重創農業出口：出口對美國 GDP 增長的貢獻在第三季度已經下降至-1.78%，為過去 33 年以來最低。我們預計第四季度美國出口貿易的表現將比第三季度更差。農產品，特別是大豆，是受中美貿易緊張局勢影響最嚴重的板塊之一。根據美國農業部 11 月 29 日發佈的美國農業貿易展望，19 財年美國農產品出口將顯著下降，主要原因就在於貿易摩擦導致出口至中國的大豆呈斷崖式銳減。在 2018-2019 銷售年度的前七周，從美國出口至中國的大豆出貨量比上一個銷售年度大幅減少 97%，預料中國將轉從南美進口大豆。該報告對美國出口至中國的農產品總額的預測下調 30 億美元至 90 億美元，為 07 財年以來最低。

（三）資本支出及企業盈利承壓：貿易政策的不明朗是企業資本支出低迷的重要原因。非居民固定投資於第三季度僅貢獻了 0.12% 的 GDP 增幅，是近兩年以來最低。包括特斯拉和 3M 在內的許多大型企業都估計，美國徵收關稅將為公司增加數千萬美元成本。

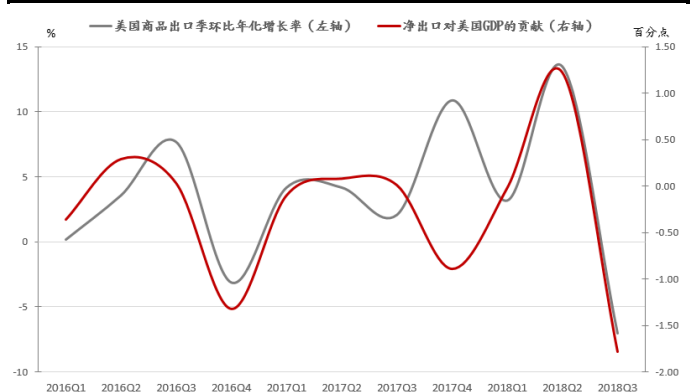
雖然美國政府針對中國“不公平”貿易行為的目標並未改變，但已有更多美國人意識到報復式互征關稅可能並不是一個好策略。儘管美國的貿易保護主義政策很可能在 2019 年繼續主導全球貿易和經濟的走向，但可以確定的是，隨著美國經濟見頂，特朗普對中國的關稅政策將在美國國內遭遇更強烈的反對聲音，這一點恰是中美雙方談判的關鍵背景。

圖 1: 美國出口中國的大豆出貨量同比銳減 97%



資料來源：美國農業部、招銀國際研究

圖 2: 美國三季度淨出口顯著放緩

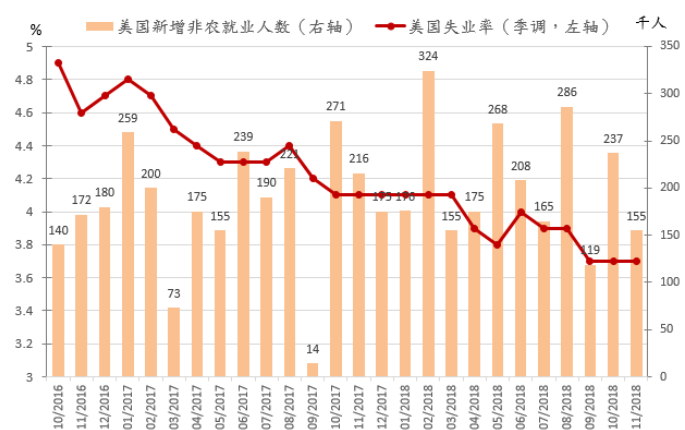


資料來源：美國經濟分析局、招銀國際研究

美國經濟增長仍然穩健，但就業增長出現放緩跡象。至 11 月，美國失業率已連續三個月穩定在 3.7% 的低位。11 月份新增就業數量為 15.5 萬個，低於 10 月份的 23.7 萬個，顯示就業增長出現放緩跡象。勞工市場緊縮繼續推高名義薪資漲幅：10 月份平均時薪同比上升 3.1%，為 2009 年以來最高漲幅。占美國經濟比重超過三分之二的消費者支出，在 10 月實現 0.6% 的環比增長，為過去七個月以來最快增速。薪資和消費的提升預計將在明年上半年繼續支撐美國經濟相對穩健地增長。

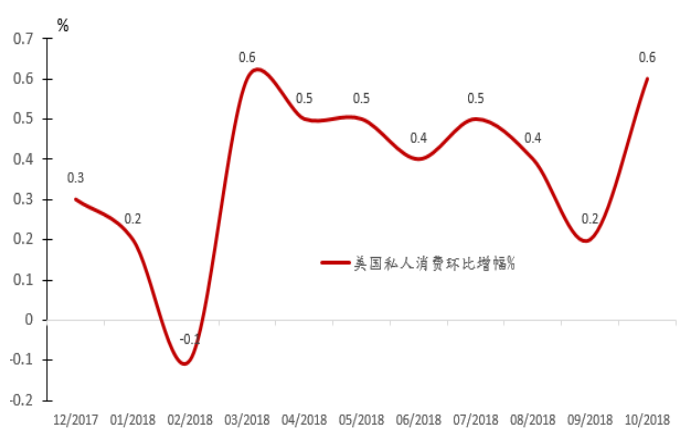
今年稅改法案和財政開支政策估計共推動 0.6% 左右的 GDP 增長，但 2019 年刺激作用將消退至 0.3% 以下。民主黨主持眾議院之後，財政政策的力度將相對收斂，進一步的減稅希望渺茫。預計 2019 年上半年，經濟增長和美元都將繼續保持相對強勢，主要支柱在消費，但下半年下行因素將集中顯現，漸失增長動力。由於貿易政策導致進口原料價格上升、美元走強降低產品在國際市場上的價格競爭力、以及美聯儲加息導致借貸成本上升，許多美國企業需要應對各種侵蝕利潤率的因素。

圖 3: 美國新增就業顯示趨緩跡象



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 4: 美國私人消費增速提升



資料來源：彭博、招銀國際研究

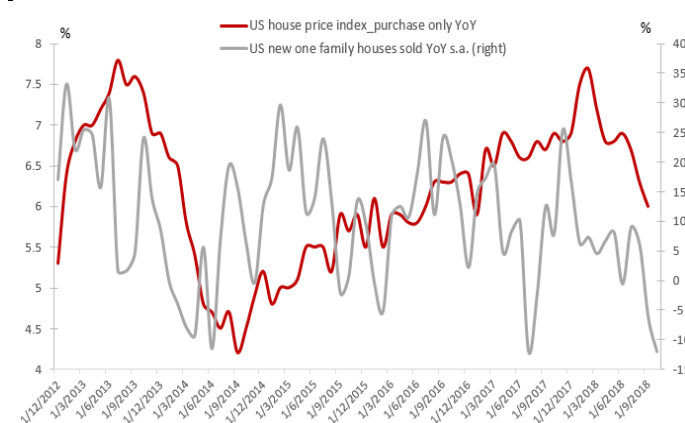
美聯儲新措辭並不意味著加息很快停止。美聯儲主席鮑威爾近日表示，當下利率“剛好低於”中性水平，該措辭增加了市場對美聯儲或將結束加息的期望，促使美股飆升。不過，市場不應過分解讀這一措辭。回想 10 月份，鮑威爾還曾表示利率距離中性還有“很長一段路”。我們相信美聯儲還是會更多地依據經濟數據來調整加息節奏。

美聯儲仍有望在 12 月份提高基準利率。截至 9 月份，美聯儲對中性利率的估計為 2.5% 至 3.5% 之間。我們對 2019 年美國 CPI 的預測為 2.3%，核心 PCE 為 2.1%。我們預計美聯儲將在 2019 年兩度加息，共 50 個基點，低於美聯儲官員的預測。關稅為目前的不明朗因素：對消費品加征關稅將導致通脹惡化或加速經濟下滑，兩者皆會令美聯儲的緊縮政策變得更難預測。

美國房價升幅已見頂。隨著美聯儲加息推高抵押貸款利率，美國房地產市場見頂回落。此外，稅制改革和房價升勢趨緩的預期也抑制了購房需求。現有房屋銷售同比下降 5.4%，是四年多來最大的年度跌幅。我們預計美國房價升幅將繼續放緩至 3.5% 左右。

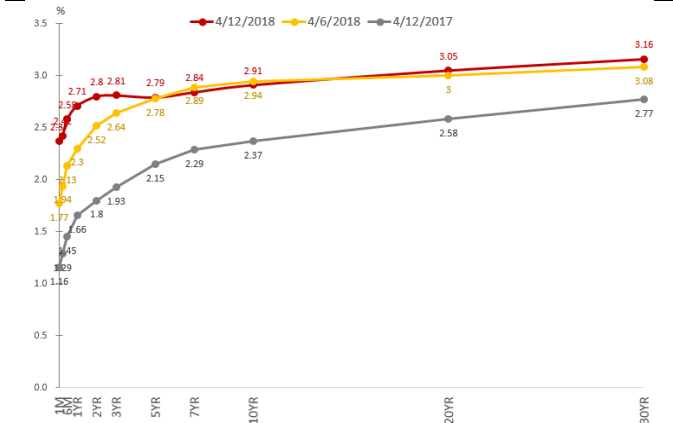
孳息曲線趨平並首現倒掛。3 年期和 5 年期國債孳息率差距自 2007 年以來首次倒掛出現負值。2 年期收益率亦超越 5 年期，差距為 0.5 個基點。孳息曲線趨平並出現部分倒掛增加了經濟衰退的概率，但不會來得太快。我們估計未來 12 個月美國經濟衰退的概率仍僅為 20% 左右，但經濟放緩的可能性已經很大。至 2020 年美國經濟將面臨較大衰退風險。需要警惕市場通常會提前反應（參見 12 月 6 日研究報告）。

圖 5: 美國房屋銷售減少，房價漲幅回落



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 6: 美國國債收益率曲線於過去一年加速平坦化



資料來源：彭博、招銀國際研究

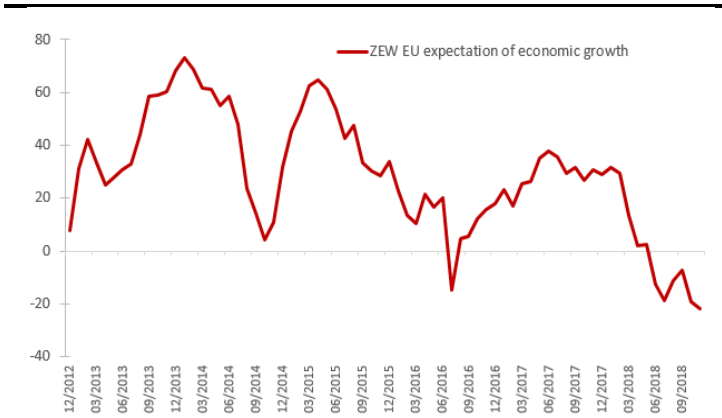
歐元區：經濟已明顯轉差

意大利政府表達了盡力避免危機升級的意願。若繼續深陷與歐盟的預算鬥爭，意大利經濟將面臨更大的衰退風險。在此背景下，意大利政府表示願意尋求解決方案，但它是否能找到平衡歐盟財政要求和兌現國內福利和減稅等政策承諾的方法，猶未可知。歐盟拒絕其占 GDP 2.4% 的預算計劃後，意大利政府目前正在考慮 2.2% 或 2.1% 的可能，仍然高於歐盟能夠接受的 1.9% 或 1.95%。如果意大利政府最終無法滿足歐盟的財政要求，就必須面臨複雜的懲罰程序和高達 0.2% GDP 的巨額罰款。我們認為預算案對意大利經濟和歐盟的金融穩定仍舊構成威脅。

法國動盪是歐盟經濟的又一個拖累。歐元區的風險一波未平、一波又起。法國已連續四個週末舉行反對燃油稅上漲、高生活成本和其他問題的示威遊行。由於對商業的損害將十分嚴重，“黃背心”運動很可能嚴重拖累法國在第四季度的經濟增長。

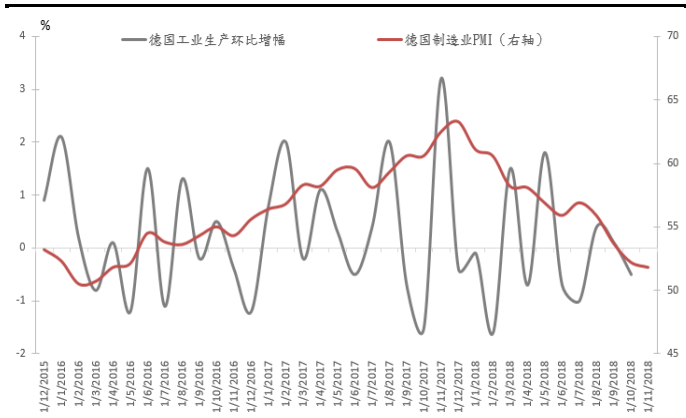
歐元區的經濟狀況明顯惡化。歐元區經濟的疲態盡顯，特別是區內最大經濟體也是增長引擎的德國也逐漸失去動力。10 月德國工業生產環比下降 0.5%，加之製造業採購經理人（PMI）指數持續下降，確認了德國經濟的下滑趨勢以及歐元區的疲弱勢頭。

圖 7：歐元區經濟信心持續轉差



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 8：德國工業生產放緩



資料來源：彭博、招銀國際研究

歐洲央行的態度轉鴿：儘管近期歐元區經濟數據疲軟，但歐洲央行仍有可能決定在 12 月 13 日的會議上結束其量化寬鬆計劃。我們對歐元區 2019 年總體通脹的預測為 1.5%，由於油價下跌因而較此前的預測下調了 0.1%。我們預計歐洲央行將在未來幾個月繼續轉鴿，並在 2019 年維持基礎利率不變。

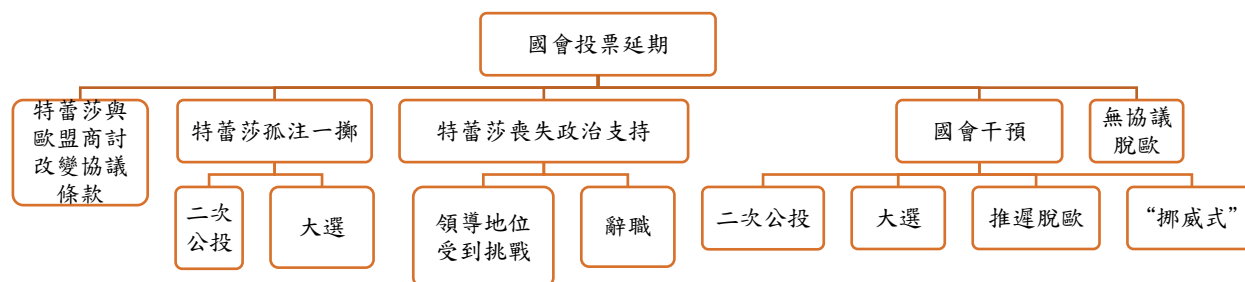
2019 年歐盟經濟前景：歐元區第三季度的 GDP 增長率下降至 0.2%。即使考慮進一些短期因素，我們仍然預計第四季度增長不會出現大幅反彈，因為歐元區已明顯失去增長勢頭。我們預計 2019 年歐元區將出現出口下降引發的全面增長放緩，而我們對明年 GDP 增長的預測為 1.6-1.8%。英國脫歐、意大利預算和全球貿易緊張局勢仍是歐盟未來面臨的最大下行風險。

英國：脫歐的國內博弈加劇

議會投票推遲後，脫歐的可能路徑：經過一年半馬拉松式的談判，英國首相特蕾莎·梅的脫歐方案終於得到了歐盟的支持，但在國內仍面對巨大的障礙。12 月 4 日，英國議會投票認定政府藐視議會，意味著一旦脫歐協議被議會否決，下議院將有權投票決定其他選擇。儘管首相盡全力爭取議會對其方案的支持，但她還是在原定投票日期 12 月 11 日前決定推遲議會投票，因為此時的投票就意味著一場慘敗。根據 BMG 的民意調查，大多數英國民眾並不接受特蕾莎·梅的退歐方案，並希望他們的議員投票反對方案的通過。

按計劃，英國將於 2019 年 3 月 29 日離開歐盟，過渡期至 2020 年 12 月。我們認為，除了明年 3 月底是唯一有約束力的截止時間，現在為脫歐起草任何其他時間表都十分困難。首相梅將會見歐盟官員，並試圖通過談判獲得更好的協議。但是歐盟可能沒有太多餘地讓步。與此同時，特蕾莎·梅在國內失去領導地位的風險也在增加。如果她失去領導地位，則還需要兩個月的時間才能完成權力重組，這使得 2019 年 3 月的最後期限近在咫尺，無協議脫歐的風險增加。現在，脫歐前景仍不明朗，二次公投和大選也都成為了可能的情景。

圖 9: 脫歐的可能情景

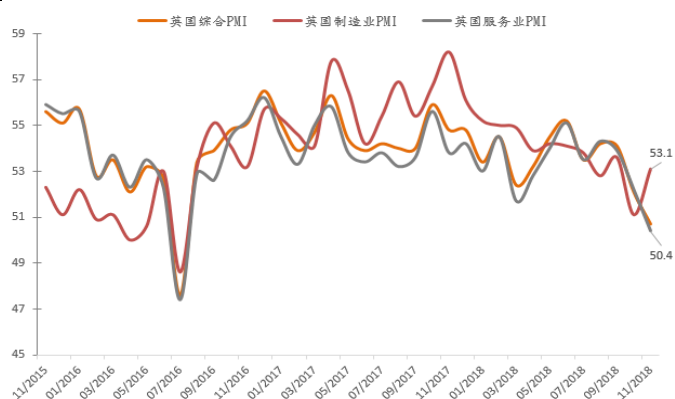


資料來源：新聞、招銀國際研究

根據英國財政部的預測，如果英國順利脫歐，15 年內 GDP 的累計損失大約是 3.9%。如果最後是無協議下的硬脫歐，那麼損失將高達 GDP 的 9.3%。最近，對無協議脫歐的憂慮正在對英國經濟產生負面影響。消費者信心大幅下降，很可能拖累第四季度的經濟增長。11 月服務業 PMI 已經跌至 50.4。

2019 年英國經濟展望：除了貿易緊張局勢和全球經濟放緩等共同的下行因素之外，英國經濟的走勢在很大程度上取決於脫歐談判的結果。如果協議通過、按計劃脫歐，預計經濟將溫和增長 1.2%-1.4%，而英國央行可能會從 19 年上半年開始加息。然而，如果談判最終沒有達成協議，我們將不得不面對英國經濟的衰退和英鎊的急劇下跌，這也將改變央行的緊縮政策時間表。

圖 10: 英國 11 月服務業 PMI 跌至 50.4



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 11: 英鎊受脫歐問題影響大幅波動



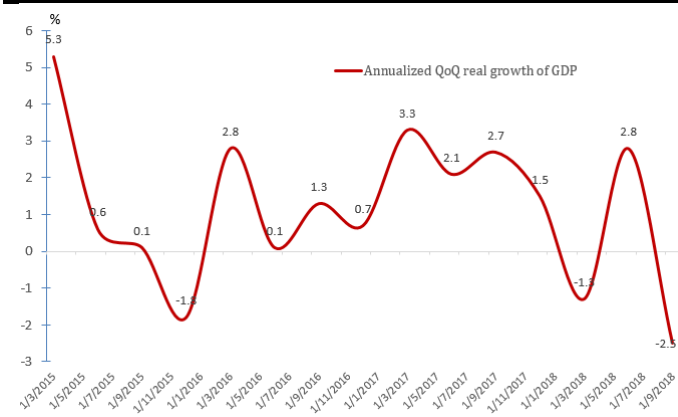
資料來源：彭博、招銀國際研究

日本：經濟在第三季度萎縮

第三季度實際 GDP 出現負增長，主要原因在於頻繁的自然災害。日本第三季度的實際 GDP 同比下降 2.5%，是四年多以來最嚴重的萎縮。正如我們在之前的報告中指出的那樣，一系列自然災害是最直接的原因，在第三季度影響了資本支出和旅遊收入。

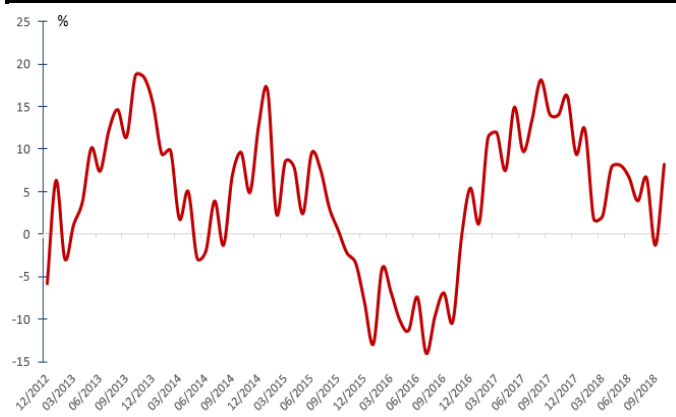
2019 年日本經濟展望：我們預計日本經濟增長將在第四季度反彈，增速由負轉正。而日本的出口和整體經濟的放緩料將持續。我們對 2019 年 GDP 增長的預測為 0.8%-1.0%。展望未來，貿易摩擦仍然是最大的下行風險。由於日本的核心通脹目標仍未實現，預計日本央行將在 2019 年維持其超寬鬆的貨幣政策。

圖 12: 日本經濟在第三季度萎縮



資料來源：彭博、招銀國際研究

圖 13: 日本出口同比增速

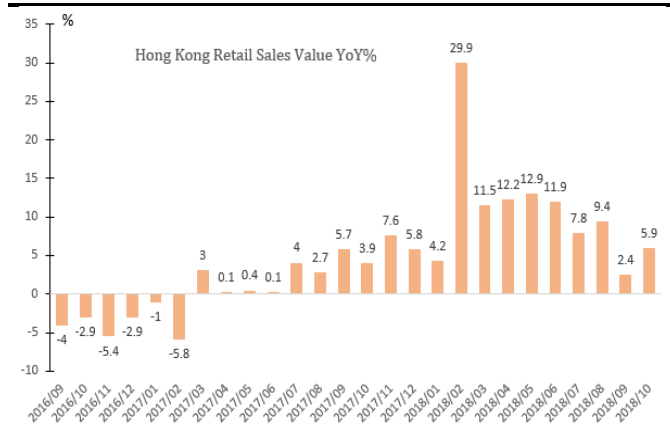


資料來源：彭博、招銀國際研究

香港：料將在 2019 年面臨更多下行風險

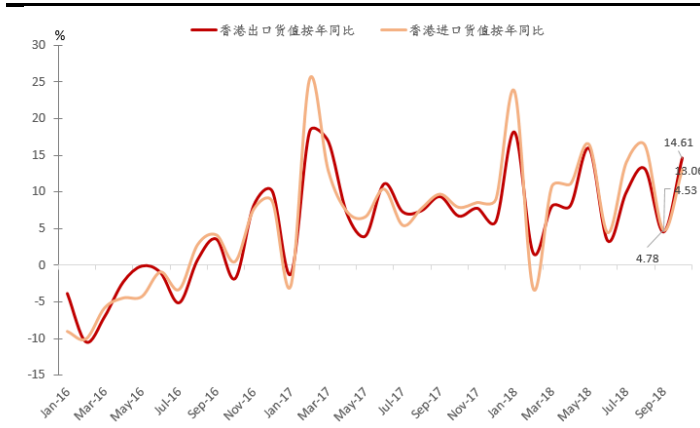
零售業銷售額和出口貿易在 10 月均出現反彈。10 月份零售總額（初步估計為 397 億港元）較 2017 年同期增長 5.9%，符合我們預期，但超出市場預測。零售銷售額在 9 月經歷了 15 個月以來最低增長後，其 10 月份的反彈顯得更為難得。我們仍對 4Q18 和 2019 年的香港零售業感到樂觀。香港商品進出口總值於 10 月份同樣錄得同比增長，增速分別為 14.6% 和 13.1%。預計貿易戰和全球貿易活動放緩對香港的影響，將在 2019 年進一步顯現。我們目前對香港 2018 及 2019 年 GDP 的增長預測為 3.5% 和 2.6%。

圖 14: 香港零售銷貨量增速在 10 月小幅反彈



資料來源：香港政府、招銀國際研究

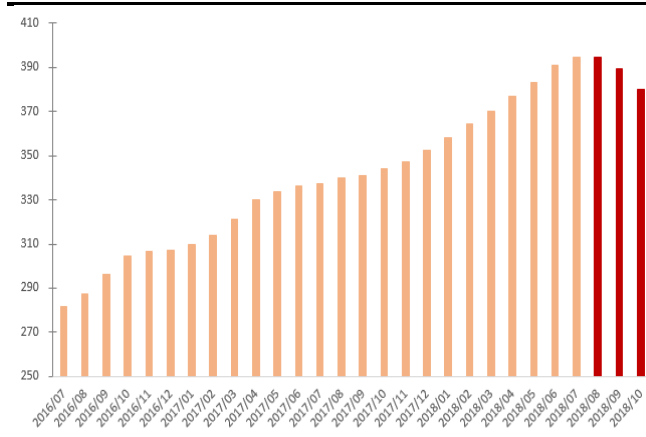
圖 15: 10 月香港進出口增速回升



資料來源：CEIC、招銀國際研究

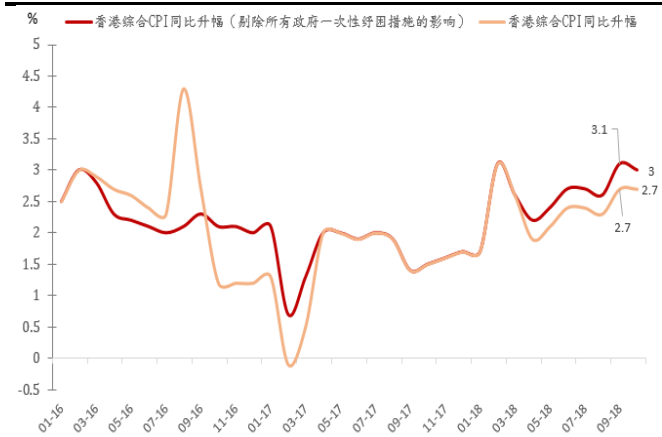
房價繼續下調。由於抵押貸款利率上升，經濟前景黯淡以及股市低迷，房價指數於 10 月進一步下跌 2.36%。由於房價從 2017 年開始至今年 8 月開始下滑之前，已經上漲超過 21%，當前平均價格的下跌幅度並不算大。我們認為香港房地產市場目前正進入價格調整期，並將在明年面臨更大挑戰，估計明年房價仍有一成左右的下調空間。

圖 16: 私人住宅價格指數連續三個月下降



資料來源：差餉物業估價署、招銀國際研究

圖 17: 10 月香港通脹企穩



資料來源：CEIC、招銀國際研究

通脹持續溫和。10 月香港綜合消費物價指數按年上升 2.7%，與 9 月持平。扣除所有政府一次性紓困措施影響的綜合 PMI 同比增長率 3.0%。

2019 年展望：外圍環境對香港的影響將在 2019 年更顯著地表現。全球經濟前景轉淡且中美貿易關係不明朗，將進一步影響香港離岸貿易活動和投資氣氛，拖累 2019 年香港的經濟增長，預計全年經濟增長較 2018 年回落近一個百分點至 2.6% 左右。失業率仍將維持在 2.9% 左右的低位。隨著全球金融環境收緊，香港將繼續其貨幣政策正常化過程，主要銀行也將較為保守地上調最優惠利率。由於香港金融體系穩健成熟，銀行體系應對風險的能力依然較強。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。